

6 lipca 2010

Aktualizacja raportu

**Metale**

Polska

| | |
|--------------------------------|-------------------|
| Cena bieżąca | 103,00 PLN |
| Cena docelowa | 104,71 PLN |
| Kapitalizacja | 1,0 mld PLN |
| Free float | 0,6 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 2,57 mln PLN |

Struktura akcjonariatu

| | |
|--------------------------------------|--------|
| ING OFE | 17,76% |
| PZU Złota Jesień | 7,59% |
| Aviva OFE | 10,15% |
| Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG | 5,74% |
| Pozostali | 58,76% |

Strategia dotycząca sektora

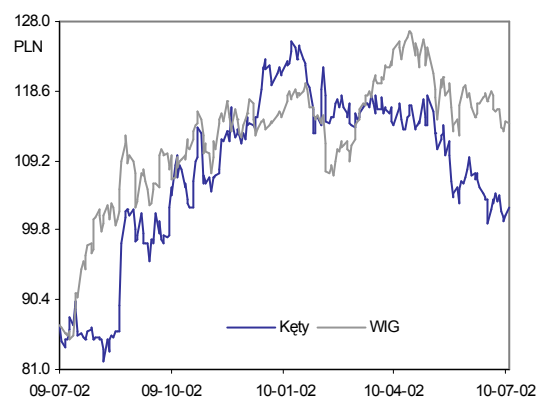
Przy niskiej chłonności rynku producentom profili trudno jest przenieść premię producentów wlewek na produkt finalny. Mniejszy popyt ma miejsce za sprawą niskich zamówień branży motoryzacyjnej i branży budowlanej. Sytuacja ulega powolnej poprawie, ale kolejny rok będzie dla branży tylko niewiele lepszy.

Profil spółki

Spółka działa w pięciu obszarach: Produkcja systemów aluminiowych, produkcja wyrobów wyciskanych, produkcja opakowań giętkich, świadczeniu usług budowlanych i produkcji akcesoriów budowlanych. Głównym obszarem działalności jest produkcja i sprzedaż profili aluminiowych dla odbiorców detalicznych, budownictwa i motoryzacji.

Ważne daty

14.07 dzień ustalenia prawa do dywidendy (DY 3,9%)
12.08 publikacja raportu skonsolidowanego za IH'10
27.10 publikacja raportu skonsolidowanego za Q3'10

Kurs akcji Grupy Kęty na tle WIG**Jakub Szkopek**

(48 22) 697 47 40

jakub.szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Grupa Kęty

KETY.WA; KTY.PW

Trzymaj

(Podtrzymana)

Prognoza Zarządu niewykonalna...

Prognoza wyników za drugi kwartał bieżącego roku wskazuje, że Spółce nie udało się odrobić mniejszej sprzedaży zanotowanej w pierwszym kwartale bieżącego roku w zakresie segmentów związanych z produktami i usługami dla branży budowlanej (SAB, SUB, SSA). Spółka po 2Q10 wykonała 35,9% prognozy Zarządu w zakresie szacowanego na koniec roku zysku operacyjnego i 38,1% w zakresie zysku netto, podczas gdy średnio w latach 2001-2010 po pierwszym półroczu Spółce udawało się wypracować 49,7% całorocznego zysku operacyjnego i 51,0% zysku netto. To powoduje, że naszym zdaniem Grupie Kęty ciężko będzie wykonać założony przez Zarząd poziom zysku operacyjnego i zysku netto na 2010 rok (117,6 mln PLN zysku operacyjnego i 81,5 mln PLN zysku netto). Tym bardziej, że aby się to powiodło Spółka musiałaby, według naszych kalkulacji, osiągnąć w 3Q i 4Q dynamikę przychodów na poziomie 10,6% r/r i zysku operacyjnego na poziomie 29,1% r/r. Nie sprzyjać temu będzie otoczenie makroekonomiczne, w tym mniejsza ilość wykonywanych projektów w zakresie budownictwa mieszkaniowego (w I-V 2010 o 0,4% r/r mniej mieszkań w budowie), budowy biurowców (w Warszawie prognozowana oddana powierzchnia w 2010 roku - 28,9% r/r) i obiektów handlowych (większość obiektów zaczętych w latach 2007-2008 oddana została w drugiej połowie 2009 roku, a ilość rozpoczynanych była znikoma). Otoczenia nie poprawia również sytuacja w motoryzacji (w Europie w I-V 2010 liczba sprzedanych aut była o 1% r/r niższa niż w słabym sprzedażowo początku 2009 roku). Dodatkowo na wyniki operacyjne Grupy negatywny wpływ ma rosnąca cena aluminium w PLN (+10,7% vs. założenia Zarządu), która obecnie jest o ponad 27,9% r/r wyższa. Atrakcyjność inwestycyjną Grupy Kęty poprawia dywidenda (DY 3,9%), dla której dniem ustalenia prawa jest 14 lipca. Rekomendujemy trzymanie akcji Kęt, a cenę docelową obniżamy z 120,36 PLN do 104,71 PLN.

Duża konkurencja w branży przy mniejszym popycie

Produkcja płaskowników, walcówki, prętów i kształtowników z aluminium w miesiącach I-V 2010 znajduje się na poziomie o 15,3% niższym niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Spółka poinformowała, że w 2Q10 sprzedaż zewnętrzna wyrobów wyciskanych wzrosła do 5,9 tys. ton z 5,6 tys. ton rok wcześniej, co sugerować może zwiększenie udziałów rynkowych Grupy. Wciąż jednak konkurencja w branży jest duża, co szczególnie źle wpływa na sprzedaż systemów aluminiowych, gdzie popyt jest wyraźnie niższy niż w roku poprzednim.

| (mln PLN) | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 1 170,8 | 1 111,0 | 1 135,8 | 1 143,8 | 1 171,6 |
| EBITDA | 188,4 | 189,0 | 171,7 | 180,4 | 195,7 |
| marża EBITDA | 16,1% | 17,0% | 15,1% | 15,8% | 16,7% |
| EBIT | 126,7 | 124,9 | 104,0 | 109,7 | 122,2 |
| Zysk netto | 61,2 | 70,6 | 72,2 | 78,0 | 88,9 |
| Dywidend | 4,4% | 0,0% | 3,9% | 4,2% | 5,3% |
| P/E | 15,5 | 13,5 | 13,2 | 12,2 | 10,7 |
| P/CE | 7,7 | 7,1 | 6,8 | 6,4 | 5,9 |
| P/BV | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| EV/EBITDA | 7,0 | 6,1 | 6,9 | 6,4 | 5,8 |

Prognoza 2Q2010

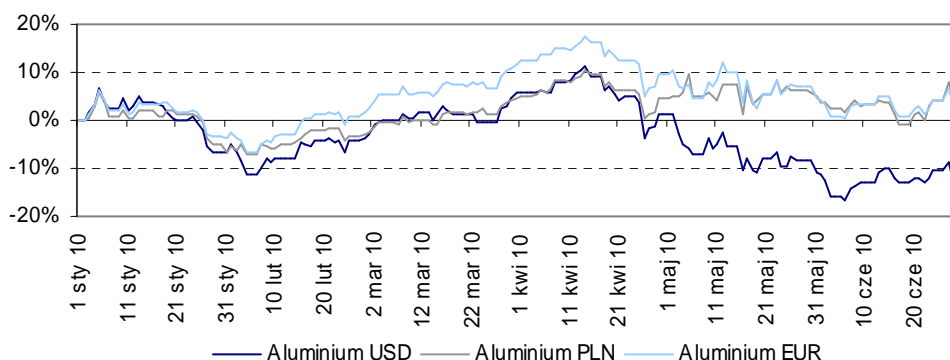
Zarząd w drugim kwartale 2010 roku spodziewa się przychodów ze sprzedaży na poziomie 285 mln PLN, czyli o 15% więcej q/q i o 2,5% więcej niż w 2Q2009. Ponadto względem pierwszego kwartału 2010 roku Spółka odnotowała wzrost wolumenów sprzedaży we wszystkich segmentach operacyjnych. Największy wzrost miał miejsce w segmentach związanych z branżą budowlaną (+40-50% q/q SUB i SAB), natomiast nieco mniejszy wzrost w segmencie opakowań giętkich (kilka procent). Wpływ na to miało opóźnienie prac w zakresie usług wykończeniowych w budownictwie w pierwszym kwartale bieżącego roku (produkcja budowlano mieszkaniowa w zakresie usług specjalistycznych w 1Q2010 była o 14,8% r/r niższa, natomiast w kwietniu i maju była o 2,2% wyższa r/r). Bardzo dobra sprzedaż ma miejsce w segmencie wyrobów wyciskanych, gdzie w 2Q10 na zewnątrz grupy udało się sprzedać około 5,9 tysiąca ton produktów wobec 5,6 tysiąca ton w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zarząd z kolei narzeka na obroty segmentu systemów aluminiowych, którego sprzedaż spada ze względu na mniejsze zamówienia branży budowlanej. Pamiętać należy, że produkty segmentu są szeroko stosowane w budownictwie wielokubaturowym, a podaż nowobudowanych obiektów tego typu jest obecnie znacznie mniejsza niż rok wcześniej. W sumie według prognozy Zarządu Spółka w 2Q2010 wypracowała zysk operacyjny na poziomie 26-27 mln PLN, czyli o 24% mniej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Na wynik ten negatywnie wpłynęły transakcje zabezpieczające w wysokości 2 mln PLN wobec -7,4 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Gdyby wyłączyć efekt na transakcjach zabezpieczających, to wynik w bieżącym kwartale wyniósłby 28-29 mln PLN wobec 28,1 mln PLN w 2Q2009. Wynik na działalności finansowej w drugim kwartale bieżącego roku szacowany jest na poziomie -7 mln PLN, na co wpływają odsetki od kredytów, przeszacowanie portfela kredytów (nasze szacunki -8,5 mln PLN) oraz dodatni wynik na rozliczonych w drugim kwartale transakcjach hedgingowych. Wyniki 2Q2010 są poniżej naszych oczekiwań, co według nas sprawia, że wykonanie prognozy na bieżący rok jest wątpliwe.

Otoczenie makroekonomiczne

Pozornie taniejące aluminium

Spadające od początku bieżącego roku ceny aluminium wyrażone w USD nie przekładają się na spadki cen aluminium w euro i złotówkach. Podczas gdy względem 1 stycznia 2010 roku ceny aluminium wyrażone w dolarze spadły o 12,6%, to w euro i złotówkach ceny aluminium są o odpowiednio 2,2% i 2,9% wyższe. Również korzystna relacja jaką mieliśmy okazję obserwować w marcu i kwietniu, kiedy ceny aluminium kwotowane w euro względem 1 stycznia 2010 roku były o ponad 5% wyższe od tych wyrażonych w PLN, obecnie działa w niewielkim stopniu na niekorzyść polskich producentów profili aluminiowych (1-2%). Ewentualne dalsze bardziej dynamiczne osłabianie się złotówki w relacji do dolara niż złotówki do euro negatywnie działać będzie na konkurencyjność produktów oferowanych przez polskich producentów.

Zmiana cen aluminium w USD, PLN i EUR względem 01.01 bieżącego roku (%)

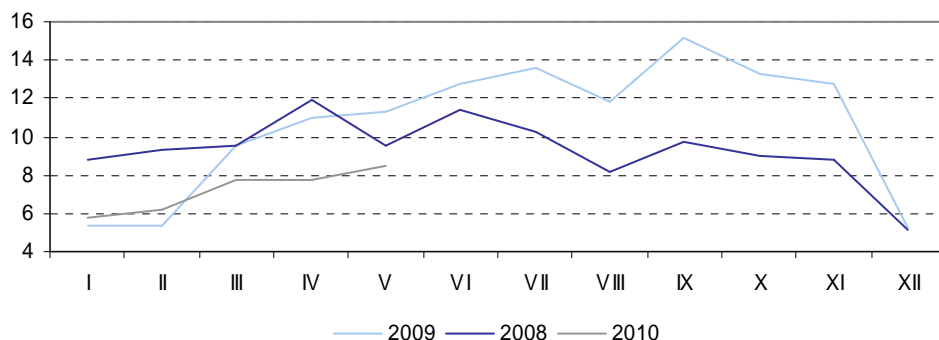


Źródło: DI BRE Banku

Produkcja profili aluminiowych

Produkcja płaskowników, walcówki, prętów i kształtowników z aluminium na terenie kraju od początku 2010 roku znajduje się poniżej poziomów z lat 2009 i 2008. W pierwszym kwartale 2010 wolumen produkcji tego asortymentu był o 2,5% r/r niższy, a w miesiącach kwietniu i maju o 26,9% niższy.

Krajowa produkcja płaskowników, walcówki, prętów i kształtowników z aluminium w 2008-2010 roku (tys. ton)



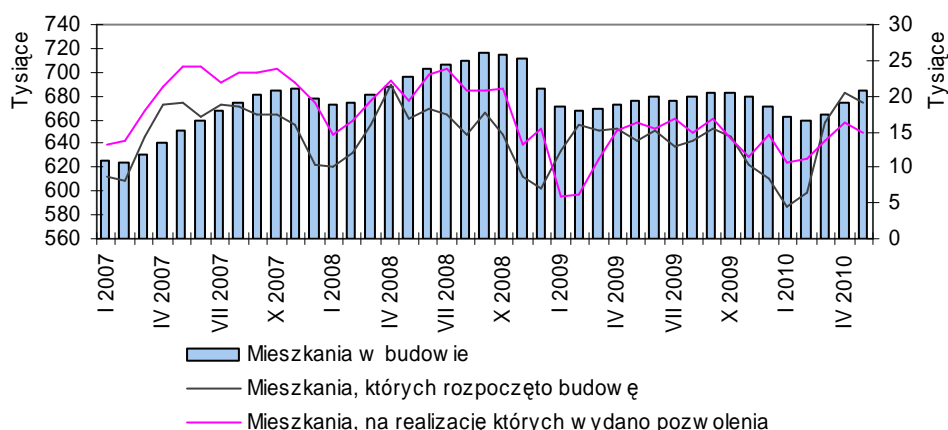
Źródło: DI BRE Banku

Tak drastyczny spadek produkcji profili aluminiowych to z jednej strony znacząca konkurencja asortymentu oferowanego przez zachodnioeuropejskich producentów, a z drugiej mniejszy popyt ze strony budownictwa i przemysłu motoryzacyjnego. W strukturze sprzedażowej Grupy Kęty wyroby kierowane do budownictwa odpowiadają za około 55% przychodów, a dla przemysłu samochodowego i transportu około 7% przychodów.

Budownictwo mieszkaniowe

W sumie w 2009 roku liczba mieszkań, na które wydano pozwolenia na budowę była o 30,9% niższa niż w roku poprzednim. To z kolei przełożyło się na mniejszą o 6,7% r/r liczbę mieszkań, których budowę rozpoczęto. W bieżącym roku w pierwszym kwartale znacząco wzrosła liczba mieszkań, na które wydano pozwolenie (+50,7% r/r), co w kwietniu i maju przełożyło się na wzrost liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto (o 34,9% r/r). Trend wzrostowy związany z liczbą mieszkań na które wydano pozwolenia na budowę skończył się w maju bieżącego roku (w kwietniu i maju liczba mieszkań na które wydano pozwolenie na budowę była o 0,9% r/r niższa). To wszystko sprawia, że liczba mieszkań będących w realizacji wciąż znajduje się poniżej poziomów notowanych w roku 2008 (-2,1% względem roku 2008 i -0,4% względem roku 2009) i jak na razie zahamowanie trendu związanego z wydawaniem nowych pozwoleń na budowę sugeruje stabilizację w zakresie nowych projektów mieszkaniowych w kolejnych kwartałach. Najbardziej prawdopodobne jest więc, że w drugiej połowie roku liczba mieszkań będących w budowie będzie pozostawać na znacznie niższym poziomie jak w roku 2008 i zbliżonym do roku 2009.

Liczba mieszkań, których rozpoczęto budowę, na które wydano pozwolenia (prawa skala) oraz liczba mieszkań, będących w budowie (lewa skala) w Polsce w latach 2007-2010 (tysiąc mieszkań)

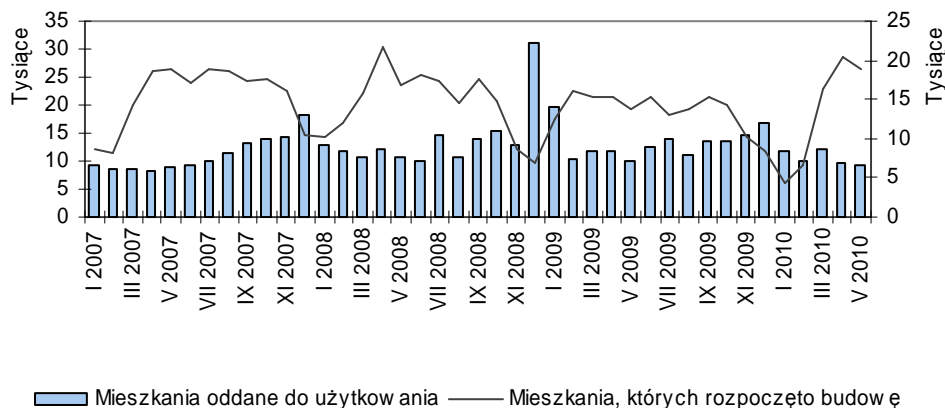


Źródło: DI BRE Banku

Na rynku mieszkaniowym zauważyć można naturalną zależność między rozpoczynanymi inwestycjami związanymi z budową mieszkań i liczbą mieszkań oddanych do użytkowania. Średnio liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrasta mniej więcej dwa lata po tym jak zwiększeniu ulega liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto. Mniejsza ilość nowych projektów inwestycyjnych w 2009 roku (-6,7% r/r) przełożyła się na mniejszą ilość oddawanych

mieszkań w roku bieżącym i roku kolejnym. To tym samym wpłynie na mniejszą podaż robót wykończeniowych. Z kolei większa ilość rozpoczynanych nowych projektów inwestycyjnych przełoży się prawdopodobnie na zwiększenie liczby nowo oddawanych mieszkań dopiero w roku 2012, co tym samym wpłynie na większą podaż robót wykończeniowych na przełomie 2011-2012 roku.

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania (lewa skala) i liczba mieszkań, których rozpoczęto budowę (prawa skala) w Polsce w latach 2007-2010 (tysiąc mieszkań)

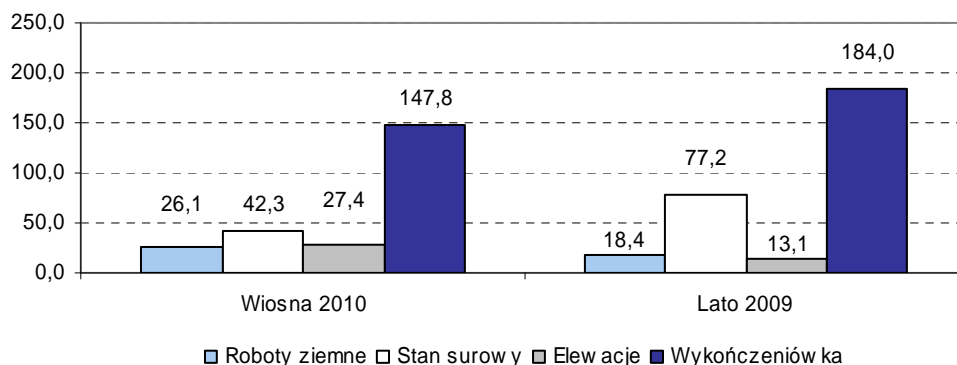


Źródło: DI BRE Banku

Budownictwo biurowe

Oslabienie koniunktury, z jakim mieliśmy do czynienia w roku poprzednim przełożyła się na mniejsze zainteresowanie przedsiębiorstw do najmu powierzchni biurowej. To z kolei przełożyło się na obniżenie stawek rentowych (w Warszawie z ponad 35 EUR/m²/miesiąc do 22 EUR/m²/miesiąc w 2009 roku) i spadek atrakcyjności inwestycji w nowe projekty biurowe. Dodatkowo sytuację w branży psuła ograniczona polityka banków w zakresie kredytowania deweloperów i zmuszenie ich do zapewnienia większego wkładu własnego inwestycji. Prognozy na ten rok dla stolicy przewidują spadek ilości nowo oddanych projektów biurowych z ponad 270 tys. m² w roku 2009 do 192 tys. m² w roku 2010. W 2011 roku plany deweloperów na terenie stolicy opiewają na około 300 tys. m², ale specjaliści z branży są zdania, że poziom 190-200 tys. m² wydaje się bardziej realistyczny (wiele z zadeklarowanych projektów budowlanych jeszcze nie zostało rozpoczętych).

Stan budowy projektów konstrukcyjnych w zakresie biurowców na terenie Warszawy (tysięcy m²)



Źródło: DI BRE Banku, DTZ

W porównaniu do lata 2009 roku na wiosnę bieżącego roku na terenie samej Warszawy prowadzonych było o 16,8% mniej robót związanych z budownictwem biurowców. Od czerwca do grudnia 2009 roku oddanych zostało 86,9 tys. m², a rozpoczętych zostało sześć mniejszych projektów o łącznej powierzchni 37,7 tys. m². Mniejsza ilość rozpoczynanych nowych obiektów w 2009 roku przełoży się na mniejszą podaż projektów związanych z elewacjami (stalarka budowlana, systemy aluminiowe) i wykończeniem wewnątrz w drugiej połowie roku 2010. Do tej pory efekt mniejszej ilości rozpoczynanych projektów inwestycyjnych w zakresie biurowców

rekompensowany był przez podaż wznawianych inwestycji, które wcześniej czasowo zawieszono.

Na terenie kraju mniej jak połowa obiektów biurowych planowanych do oddania w bieżącym roku znajduje się obecnie w realizacji. To sprawia, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem według specjalistów z branży jest spadek podaży nowoczesnej powierzchni biurowej w bieżącym roku o około 50% względem roku 2009. Prognozy na rok 2011 są nieco bardziej optymistyczne, ale wciąż znacząco odbiegać będą od poziomów z 2009 roku.

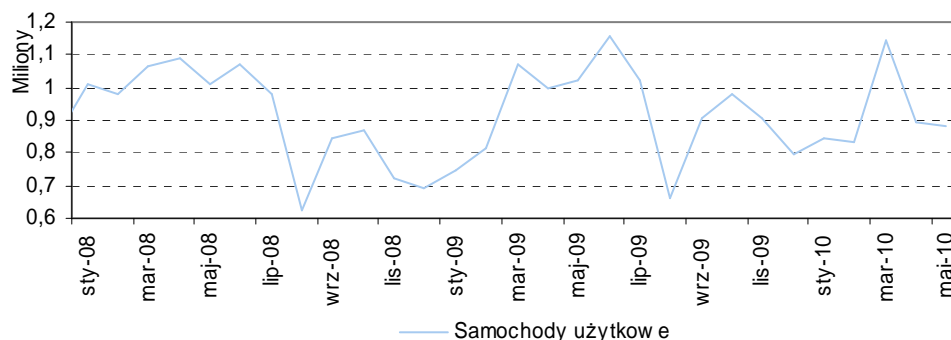
Budownictwo komercyjne

W 2009 roku na rynku polskim oddano do użytku rekordowe 900 tys. m² powierzchni handlowej, z czego około 57% inwestycji zostało zakończonych w drugiej połowie roku. Wiele z tych projektów zostało rozpoczętych jeszcze w 2007 i 2008 roku, a osłabienie koniunktury gospodarczej z drugiej połowy 2008 roku wpłynęło negatywnie na liczbę rozpoczynanych nowych projektów inwestycyjnych. To z kolei będzie oddziaływało na ilość oddawanych obiektów w latach 2010-2011. Z poszczególnych miast na terenie kraju największe szanse na nowe inwestycje powierzchni handlowej ma obecnie Warszawa (prawie 100% wykorzystanie powierzchni i brak nowych projektów w zaawansowanym stadium wykonania). Gorzej z kolei sytuacja kształtuje się w średnich i małych miastach, gdzie odnotowuje się rosnące niewykorzystanie powierzchni handlowej (Trójmiasto 3,4%, Kraków 2,4%) oraz pogłębiający się spadek cen najmu (małe miasta).

Sprzedaż samochodów

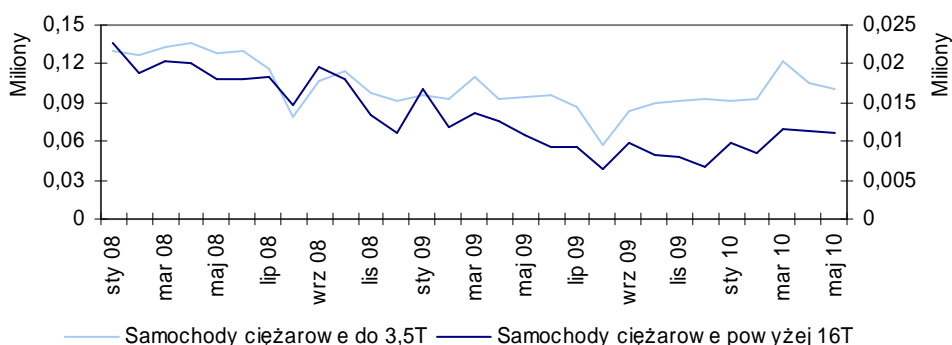
Do końca marca bieżącego roku osiem krajów wspólnoty europejskiej kontynuowało program dotacji do zakupu nowych samochodów, a w pięciu został zakończony (w tym Niemcy i Wielka Brytania). Mimo tego liczba sprzedawanych nowych samochodów w Europie w okresie od stycznia do maja bieżącego roku była o 1% niższa niż miało to miejsce w słabym pod względem sprzedaży początku roku 2009. Utrzymanie poziomu sprzedaży w drugim i trzecim kwartale na poziomie zeszłego roku przy mniejszej ilości państw decydujących się na dopłaty do zakupu nowych samochodów w Europie będzie niezwykle trudne. Negatywny wpływ na to będą miały ostatnie informacje o problemach finansowych poszczególnych gospodarek Unii Europejskiej. Spadek zaufania konsumentów ma istotny wpływ na decyzje dotyczące wydatków na środki trwałe. To z kolei przyczynić się może do ograniczenia poziomu sprzedaży samochodów w Europie, a co za tym idzie spadek zamówień komponentów potrzebnych do ich wytworzenia.

Liczba sprzedanych aut osobowych w Europie w latach 2008-2010 (mln sztuk)



Źródło: DI BRE Banku

Nieco lepiej niż w przypadku samochodów osobowych, mimo braku programów dopłat kształtuje się sprzedaż w zakresie samochodów ciężarowych do 3,5 tony. Po istotnym spadku sprzedaży na przełomie 2009 i 2010 roku począwszy od marca bieżącego roku ilość zakupywanych samochodów ciężarowych tego typu istotnie wzrosła (+10,5% r/r). Poziom ten wciąż jest niski, a ilość sprzedawanych samochodów do 3,5 tony znacząco odbiega od poziomów notowanych w roku 2008 (od początku bieżącego roku sprzedaż jest o -21,8% niższa niż w analogicznym okresie roku 2008). Najgorzej kształtuje się sprzedaż samochodów o ładowności powyżej 16T. Te po zanotowaniu lokalnego minimum na przełomie 2009/2010 nie odnotowują żadnych wzrostów. Od stycznia do maja bieżącego roku sprzedaż samochodów o ładowności powyżej 16T kształtuje się na poziomie 47,8% niższym niż w analogicznym okresie roku 2008 i o 20,6% mniej względem tego samego okresu roku 2009.

Liczba sprzedanych aut ciężarowych w Europie w latach 2004-2010 (mln sztuk)


Źródło: DI BRE Banku

Wykonanie prognozy wątpliwe

Po dwóch kwartałach 2010 roku Grupa wykonała prognozę na poziomie 35,9% pod względem zysku operacyjnego i 38,1% pod względem zysku netto. Historycznie, w pierwszej połowie roku Spółka wypracowywała średnio 49,7% wartości zysku operacyjnego i 51,0% zysku netto. Tylko rok 2009 stanowił wyjątek od reguły, ale wówczas w drugiej połowie roku umocnienie złotówki do dolara i euro pozytywnie działało na przeszacowanie portfela kredytów, a ponad 20% niższa niż obecnie złotówkowa cena aluminium pozytywnie wpływała na wyniki operacyjne Spółki. Znacznie wyższa cena głównego surowca jak i wspomniany wcześniej stopniowy spadek ilości inwestycji budowlanych oraz duża konkurencja na rynku krajowym i zagranicznym nie będą sprzyjały wykonaniu prognozy za bieżący rok.

Procentowe wykonanie całorocznego wyniku po pierwszej połowie roku (%)

| Procentowe wykonanie | IH2001 | IH2002 | IH2003 | IH2004 | IH2005 | IH2006 | IH2007 | IH2008 | IH2009 | IH2010P |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EBIT | 60,8% | 39,4% | 48,6% | 54,2% | 51,1% | 48,5% | 39,6% | 52,2% | 52,9% | 35,9% |
| Zysku netto | 70,6% | 45,2% | 47,7% | 56,0% | 51,4% | 49,7% | 43,3% | 62,7% | 32,9% | 38,10% |

Źródło: DI BRE Banku

Biorąc pod uwagę założenia do prognozy Zarządu dotychczasowa średnia cena aluminium w PLN w stosunku do założonej w prognozie jest wyższa o 10,7%. Cena surowca, za sprawą kształtowania się relacji eurodolara jest również wysoka dla pozostałych producentów europejskich, co z kolei nie wpływa negatywnie na poziom konkurencyjności produktów Spółki na rynkach sprzedażowych. W sumie cena aluminium wyrażona w euro jest o 13,3% wyższa niż zakładał Zarząd w swojej prognozie. Inflacja roczna jest nieznacznie niższa (2,1% r/r vs. 2,4% r/r), a koszt kredytu pokrywa się ze wcześniejszymi oczekiwaniami (5,53% vs. 5,5%). Niższa jak oczekiwano jest dynamika cen gazu ziemnego (0,8% r/r wobec założonych w prognozie 5% r/r).

Założenia prognozy na 2010 rok i dotychczasowe dane

| Założenia do prognozy | | Dotychczasowa średnia | Stan na 30.06 |
|-----------------------|---------------|-----------------------|---------------|
| Cena aluminium | 2000 USD/tona | 2133 USD/tona | 1919 USD/tona |
| Cena aluminium (PLN) | 5800 PLN/tona | 6420 PLN/tona | 6474 PLN/tona |
| Cena aluminium (EUR) | 1418 EUR/tona | 1606 EUR/tona | 1563 EUR/tona |
| Inflacja roczna | 2,4% | | 2.1%** |
| Koszt kredytu | 5,5% | | 5,53%*** |
| USD/PLN | 2,90 PLN | 3,02 PLN | 3,37 PLN |
| EUR/PLN | 4,10 PLN | 4,00 PLN | 4,14 PLN |
| EUR/USD | 1,41 | 1,33 PLN | 1,23 PLN |
| Cło na aluminium | 3,0% | | 3% |
| Wzrost cen gazu | 5,0% | | 0,8%* |

* Jako stosunek obowiązującej na dzień 09.06 taryfy za gaz do średniej taryfy za gaz w 2009 roku

** Odczyt GUS na koniec maja 2010

*** Szacunek DI BRE przy Euribor 0,72%, Wibor 3,75%, Libor 0,36%

Źródło: DI BRE Banku

Mimo wyższej od wcześniej założonej złotówkowej ceny aluminium sprzedaż Spółki w pierwszym kwartale była o niespełna 1% r/r wyższa. Po słabej pierwszej połowie 2010 roku, aby wykonać prognozę Spółka w trzecim i czwartym kwartale musiałaby osiągnąć dynamikę przychodów ze sprzedaży na poziomie 10,6% r/r i dynamikę zysku operacyjnego na poziomie 29,1% r/r. Jest to naszym zdaniem w wyżej opisanym otoczeniu makroekonomicznym bardzo mało prawdopodobne, w związku z czym decydujemy się na obniżenie prognozy na bieżący rok.

Wycena

Wartość Spółki Kęty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 104,71 PLN.

| | waga | cena |
|--------------------------|--------------------------------|---------------|
| Wycena porównawcza (PLN) | 50% | 97,00 |
| Wycena DCF (PLN) | 50% | 96,77 |
| | cena wynikowa | 96,89 |
| | cena docelowa za 9 m-cy | 104,71 |

W analizie porównawczej wycenę Spółki Kęty odnosimy do światowych producentów profili aluminiowych oraz opakowań giętych.

Wycena porównawcza

| | Kraj | P/E 2009 | P/E 2010P | P/E 2011P | P/E 2012P | EV/ EBITDA 2009 | EV/ EBITDA 2010P | EV/ EBITDA 2011P | EV/ EBITDA 2012P | |
|------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|--|
| ALCOA | USA | - | 16,5 | 9,1 | 7,7 | 29,7 | 7,7 | 6,0 | 5,4 | |
| AMCOR | Australia | 15,9 | 17,7 | 13,0 | 10,9 | 8,1 | 7,2 | 5,2 | 4,7 | |
| MIDAS HOLDINGS | Singapur | 22,6 | 17,4 | 12,4 | 11,2 | 15,4 | 11,5 | 8,4 | 7,6 | |
| NIPPON LIGHT METAL | Japonia | - | 12,3 | 14,2 | 9,0 | - | 8,2 | 7,2 | 6,1 | |
| NORSK HYDRO | Norwegia | - | 16,6 | 9,2 | 7,5 | 20,1 | 6,6 | 4,5 | 4,2 | |
| PROFILGRUPPEN | Szwecja | - | 16,4 | 8,5 | 6,7 | 15,3 | 6,6 | 5,1 | 4,6 | |
| REXAM | W. Brytania | 11,5 | 10,3 | 9,0 | 8,2 | 6,7 | 6,3 | 5,8 | 5,5 | |
| VIOHALCO | Grecja | - | - | 19,4 | 8,8 | 12,9 | 16,1 | 8,4 | 6,2 | |
| VSMPO-AVISMA | Rosja | 15,8 | 18,7 | 13,5 | 8,0 | 6,9 | 7,5 | 6,2 | 4,8 | |
| Maksimum | | 22,6 | 18,7 | 19,4 | 11,2 | 29,7 | 16,1 | 8,4 | 7,6 | |
| Minimum | | 11,5 | 10,3 | 8,5 | 6,7 | 6,7 | 6,3 | 4,5 | 4,2 | |
| Mediana | | 15,9 | 16,5 | 12,4 | 8,2 | 14,1 | 7,5 | 6,0 | 5,4 | |
| Kęty | | 13,5 | 13,2 | 12,2 | 10,7 | 6,1 | 6,9 | 6,4 | 5,8 | |
| premija (dyskonto) | | -15,2% | -31,3% | -1,8% | 31,0% | -61,6% | -9,5% | 7,8% | 6,9% | |
| Implikowana wycena | | | | | | | | | | |
| Mediana | | 15,9 | 16,5 | 12,4 | 8,2 | 14,1 | 7,5 | 6,0 | 5,4 | |
| Dyskonto | | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | |
| Waga wskaźnika | | | | 50% | | | | 50% | | |
| Waga roku | | 0% | 10% | 40% | 50% | 0% | 10% | 40% | 50% | |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | | 97,00 | | | | | | | | |

Do analizy porównawczej zdecydowaliśmy się zastosować wskaźnik ceny do zysku (P/E) oraz wartości ekonomicznej do EBITDA (EV/EBITDA). Uwzględniając wskaźnik P/E Spółka Kęty jest notowana z dyskontem do konkurentów z branży w 2009, 2010 i 2011 roku, a z premią dla 2012 roku. Uwzględniając wskaźnik EV/EBITDA Kęty są notowane z dyskontem do konkurentów z branży w 2009 i 2010 natomiast z premią w 2011 i 2012 roku. Spółki uwzględnione w analizie, to Alcoa, Amcor, Midas Holdings, Nippon Licht Metal, Norsk Hydro, Profilgruppen, Rexam, Viohalco i Vsmo-Avisma. Alcoa to zintegrowany producent aluminy, aluminium i gotowych profili. Spółka działa również w branży opakowań aluminiowych. Amcor to międzynarodowy koncern oferujący opakowania i związane z tym usługi. Oferta obejmuje

pudełka tekturowe, kartony, aluminiowe i stalowe puszkę, opakowania plastikowe, czy słoiki. Midas Holdings z kolei, to przede wszystkim producent rur polietylenowych, ale również aluminiowych wyrobów wyciskanych. Nippon Licht Metal jest zintegrowanym producentem wyrobów aluminiowych. Swoje produkty kieruje na rynek budowlany i elektroniki. Norsk Hydro zajmuje się produkcją wyrobów aluminiowych dla branży samochodowej, budowlanej. Profilgruppen, to wydobywca, przetwórca i producent aluminium oraz gotowych produktów aluminiowych. Swoją asortyment kieruje na różne rynki przemysłowe, w tym znacząco do producentów samochodów. Rexam jest producentem i dystrybutorem materiałów do pakowania. Swoje produkty kieruje do takich branż jak kosmetyki, żywność, napoje, czy ochrona zdrowia. Viohalco jest producentem wyrobów z miedzi i aluminium, Spółka działa poprzez trzy podmioty zależne: Viohalco, Hellenic Copper i Aluminum Industry SA. Vsmpos-Avisma, to z kolei dostawca półproduktów wykonanych z tytanu, aluminium i stali szlachetnej.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 5,91% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2019 = 3%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy dług netto na poziomie z 2009 roku.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na początek lipca 2010.
- Zakładamy, że Spółka na inwestycje w 2010 roku wyda 115,4 mln PLN (wraz z dotacjami 147,0 mln PLN), a w kolejnym 73 mln PLN.
- Wycenę portfela kredytów na koniec 2010 roku szacujemy przy kursach EUR/PLN na poziomie 4,00 i USD/PLN 3,1. Dodatnia wycena portfela zagranicznych kredytów wpływa na rachunek zysków i strat w kwocie -1,4 mln PLN (w pozycji koszty finansowe).

Założenia dotyczące cen aluminium i kursu USD/PLN

| Ceny aluminium | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aluminium LME (USD) | 2 292,2 | 1 499,2 | 2 060,9 | 2 122,7 | 2 197,0 | 2 273,9 | 2 353,4 | 2 435,8 | 2 521,1 | 2 609,3 | 2 700,6 | 2 795,2 |
| zmiana (r/r) | 2,3% | -34,6% | 37,5% | 3,0% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |
| Aluminium LME (PLN) | 5 522,3 | 4 671,7 | 6 110,4 | 6 230,8 | 6 384,4 | 6 541,8 | 6 703,0 | 6 868,2 | 7 073,1 | 7 284,0 | 7 501,3 | 7 725,0 |
| zmiana (r/r) | -10,9% | -15,4% | 30,8% | 2,0% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Średni kurs USD / PLN | 2,41 | 3,12 | 2,97 | 2,94 | 2,91 | 2,88 | 2,85 | 2,82 | 2,81 | 2,79 | 2,78 | 2,76 |
| zmiana (r/r) | -12,9% | 29,3% | -4,9% | -1,0% | -1,0% | -1,0% | -1,0% | -1,0% | -0,5% | -0,5% | -0,5% | -0,5% |



Model DCF

| (mln PLN) | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | + |
|--|----------------|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 135,8 | 1 143,8 | 1 171,6 | 1 200,1 | 1 229,3 | 1 259,2 | 1 295,4 | 1 332,7 | 1 371,1 | 1 410,7 | 1 452,8 |
| zmiana | 2,2% | 0,7% | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 3,0% |
| EBITDA | 171,7 | 180,4 | 195,7 | 203,7 | 209,9 | 207,6 | 214,8 | 219,9 | 227,4 | 228,1 | 231,5 |
| marża EBITDA | 15,1% | 15,8% | 16,7% | 17,0% | 17,1% | 16,5% | 16,6% | 16,5% | 16,6% | 16,2% | 15,9% |
| Amortyzacja | 67,8 | 70,6 | 73,5 | 76,3 | 79,2 | 73,3 | 76,2 | 76,9 | 79,8 | 75,7 | 73,3 |
| EBIT | 104,0 | 109,7 | 122,2 | 127,4 | 130,7 | 134,3 | 138,6 | 143,0 | 147,6 | 152,4 | 158,2 |
| marża EBIT | 9,2% | 9,6% | 10,4% | 10,6% | 10,6% | 10,7% | 10,7% | 10,7% | 10,8% | 10,8% | 10,9% |
| Opodatkowane EBIT | 17,3 | 18,3 | 20,9 | 22,0 | 22,8 | 23,6 | 24,5 | 25,5 | 26,5 | 27,6 | 28,8 |
| NOPLAT | 86,7 | 91,4 | 101,3 | 105,3 | 107,9 | 110,7 | 114,1 | 117,5 | 121,1 | 124,8 | 129,3 |
| CAPEX | -115,4 | -73,0 | -73,0 | -73,1 | -73,1 | -73,1 | -73,2 | -73,2 | -73,3 | -73,3 | -73,3 |
| Kapitał obrotowy | -22,3 | -8,2 | -12,9 | -13,4 | -14,0 | -14,6 | -15,1 | -15,7 | -16,4 | -17,0 | -16,0 |
| Pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | 16,8 | 80,8 | 88,9 | 95,2 | 100,0 | 96,2 | 102,0 | 105,5 | 111,3 | 110,2 | 113,4 |
| WACC | 9,8% | 9,9% | 10,0% | 10,1% | 10,2% | 10,3% | 10,4% | 10,5% | 10,6% | 10,7% | 10,8% |
| współczynnik dyskonta | 0,95 | 0,87 | 0,79 | 0,71 | 0,65 | 0,58 | 0,53 | 0,47 | 0,42 | 0,38 | 0,34 |
| PV FCF | 16,0 | 70,1 | 70,0 | 67,9 | 64,5 | 56,2 | 53,7 | 49,9 | 47,2 | 41,9 | 38,5 |
| WACC | 9,83% | 9,93% | 10,04% | 10,13% | 10,22% | 10,29% | 10,38% | 10,48% | 10,60% | 10,71% | 10,83% |
| Koszt długu | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% | 6,64% |
| Stopa wolna od ryzyka | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% | 5,91% |
| Premia za ryzyko | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% | 0,73% |
| Efektywna stopa podatkowa | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| Dług netto / EV | 19,6% | 17,6% | 15,7% | 14,1% | 12,4% | 11,2% | 9,6% | 7,8% | 5,6% | 3,6% | 1,5% |
| Koszt kapitału własnego | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% |
| Premia za ryzyko | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Wzrost FCF po okresie prognozy | 3,0% | Analiza wrażliwości | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna (TV) | 1 448,1 | Wzrost FCF w nieskończoności | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 550,8 | 0,0% | 1,0% | 3,0% | 4,0% | 5,0% | | | | | |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 537,5 | WACC +1,0pp | 76,55 | 80,17 | 89,87 | 96,58 | 105,26 | | | | |
| Wartość firmy (EV) | 1 088,3 | WACC +0,5pp | 81,40 | 85,54 | 96,79 | 104,72 | 115,15 | | | | |
| Dług netto | 195,5 | WACC | 86,71 | 91,46 | 104,59 | 114,03 | 126,72 | | | | |
| Inne aktywa nieoperacyjne | 0,0 | WACC -0,5pp | 92,55 | 98,02 | 113,44 | 124,81 | 140,45 | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0,0 | WACC 1,0PP | 98,99 | 105,33 | 123,60 | 137,43 | 156,99 | | | | |
| Wartość firmy | 892,8 | | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | 9,2 | | | | | | | | | | |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | 96,8 | | | | | | | | | | |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego | 8,1% | | | | | | | | | | |
| Cena docelowa | 104,59 | | | | | | | | | | |
| EV/EBITDA dla ceny docelowej | 6,8 | | | | | | | | | | |
| P/E (*10) dla ceny docelowej | 13,4 | | | | | | | | | | |
| Udział TV w EV | 50,6% | | | | | | | | | | |



Rachunek Wyników

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 253,5 | 1 170,8 | 1 111,0 | 1 135,8 | 1 143,8 | 1 171,6 | 1 200,1 | 1 229,3 | 1 259,2 | 1 295,4 |
| zmiana | 16,3% | -6,6% | -5,1% | 2,2% | 0,7% | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,9% |
| Segment opakowań giętkich | 259,9 | 262,8 | 291,8 | 306,3 | 312,4 | 320,1 | 328,0 | 336,0 | 344,3 | 354,6 |
| Segment wyrobów wyciskanych | 601,4 | 461,3 | 357,7 | 422,1 | 426,2 | 436,7 | 447,5 | 458,5 | 469,8 | 483,9 |
| Segment systemów aluminiowych | 417,1 | 428,9 | 388,2 | 353,2 | 353,1 | 361,8 | 370,7 | 379,9 | 389,2 | 400,9 |
| Segment akcesoriów budowlanych | 61,2 | 69,0 | 53,6 | 48,3 | 49,7 | 51,2 | 52,7 | 54,3 | 56,0 | 57,6 |
| Segment usług budowlanych | 79,0 | 81,5 | 107,9 | 101,5 | 102,5 | 105,5 | 108,7 | 112,0 | 115,3 | 118,8 |
| Inne | 42,6 | 55,8 | 55,7 | 52,0 | 52,0 | 52,0 | 52,0 | 52,0 | 52,0 | 52,0 |
| Wyłączenia | -207,6 | -188,4 | -147,6 | -147,7 | -152,1 | -155,8 | -159,6 | -163,5 | -167,5 | -172,3 |
| Koszty wytworzenia | 1 139,6 | 1 040,5 | 974,4 | 1 024,2 | 1 023,1 | 1 043,9 | 1 069,4 | 1 099,7 | 1 121,6 | 1 155,7 |
| EBIT | 141,1 | 126,7 | 124,9 | 104,0 | 109,7 | 122,2 | 127,4 | 130,7 | 134,3 | 138,6 |
| zmiana | 28,7% | -10,2% | -1,4% | -16,7% | 5,6% | 11,4% | 4,2% | 2,6% | 2,7% | 3,2% |
| marża EBIT | 11,3% | 10,8% | 11,2% | 9,2% | 9,6% | 10,4% | 10,6% | 10,6% | 10,7% | 10,7% |
| Wynik na działalności finansowej | -19,3 | -55,5 | -33,0 | -14,5 | -13,2 | -12,3 | -11,4 | -10,7 | -10,0 | -9,4 |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | 121,8 | 71,2 | 91,9 | 89,4 | 96,6 | 110,0 | 116,0 | 120,0 | 124,2 | 129,2 |
| Podatek dochodowy | 23,5 | 9,9 | 21,1 | 17,0 | 18,3 | 20,9 | 22,0 | 22,8 | 23,6 | 24,5 |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0,3 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Zysk netto | 98,0 | 61,2 | 70,6 | 72,2 | 78,0 | 88,9 | 93,7 | 97,1 | 100,4 | 104,4 |
| zmiana | 11,6% | -37,5% | 15,4% | 2,3% | 8,0% | 14,0% | 5,4% | 3,5% | 3,5% | 4,0% |
| marża | 7,8% | 5,2% | 6,4% | 6,4% | 6,8% | 7,6% | 7,8% | 7,9% | 8,0% | 8,1% |
| Amortyzacja | 52,2 | 61,7 | 64,1 | 67,8 | 70,6 | 73,5 | 76,3 | 79,2 | 73,3 | 76,2 |
| EBITDA | 193,3 | 188,4 | 189,0 | 171,7 | 180,4 | 195,7 | 203,7 | 209,9 | 207,6 | 214,8 |
| zmiana | 25,4% | -2,6% | 0,3% | -9,1% | 5,0% | 8,5% | 4,1% | 3,0% | -1,1% | 3,5% |
| marża EBITDA | 15,4% | 16,1% | 17,0% | 15,1% | 15,8% | 16,7% | 17,0% | 17,1% | 16,5% | 16,6% |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 |
| EPS | 10,6 | 6,6 | 7,7 | 7,8 | 8,5 | 9,6 | 10,2 | 10,5 | 10,9 | 11,3 |
| CEPS | 16,3 | 13,3 | 14,6 | 15,2 | 16,1 | 17,6 | 18,4 | 19,1 | 18,8 | 19,6 |
| ROAE | 13,8% | 8,6% | 8,8% | 8,3% | 8,6% | 9,3% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,6% |
| ROAA | 7,5% | 4,7% | 5,5% | 5,3% | 5,6% | 6,2% | 6,3% | 6,4% | 6,5% | 6,6% |



Bilans

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| AKTYWA | 1 313,7 | 1 314,8 | 1 289,8 | 1 355,2 | 1 396,3 | 1 440,1 | 1 478,0 | 1 513,8 | 1 551,4 | 1 592,1 |
| Majątek trwały | 847,0 | 859,2 | 820,5 | 903,9 | 907,9 | 910,4 | 910,8 | 909,1 | 914,0 | 917,1 |
| Wartość niematerialne i prawne | 74,0 | 70,7 | 66,4 | 67,1 | 67,7 | 68,4 | 69,1 | 69,8 | 70,4 | 71,1 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 705,7 | 721,5 | 694,5 | 773,7 | 776,9 | 777,9 | 776,9 | 773,8 | 777,3 | 778,8 |
| Wartość firmy | 17,8 | 20,8 | 17,9 | 17,9 | 17,9 | 17,9 | 17,9 | 17,9 | 17,9 | 17,9 |
| Należności długoterminowe | 10,1 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 |
| Inwestycje długoterminowe | 16,4 | 13,3 | 13,5 | 13,5 | 13,5 | 13,5 | 13,5 | 13,5 | 13,5 | 13,5 |
| Długoterminowe RM | 23,1 | 30,0 | 28,3 | 28,9 | 29,2 | 29,9 | 30,6 | 31,3 | 32,1 | 33,0 |
| Majątek obrotowy | 466,7 | 455,7 | 469,3 | 451,3 | 488,4 | 529,7 | 567,2 | 604,8 | 637,4 | 675,0 |
| Zapasy | 220,7 | 178,9 | 147,6 | 159,0 | 163,7 | 171,0 | 178,6 | 186,6 | 194,9 | 202,7 |
| Należności krótkoterminowe | 227,6 | 220,1 | 210,0 | 226,1 | 230,6 | 238,6 | 246,8 | 255,4 | 264,2 | 274,8 |
| Należności handlowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 0,7 | 7,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Środki pieniężne | 16,8 | 46,1 | 108,2 | 62,7 | 90,6 | 116,6 | 138,1 | 159,0 | 174,3 | 193,6 |
| Krótkoterminowe RM | 0,9 | 2,6 | 3,4 | 3,5 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 4,0 |

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| PASYWA | 1 313,7 | 1 314,8 | 1 289,8 | 1 355,2 | 1 396,3 | 1 440,1 | 1 478,0 | 1 513,8 | 1 551,4 | 1 592,1 |
| Kapitał własny | 708,2 | 714,6 | 801,2 | 870,5 | 910,5 | 951,0 | 985,7 | 1 018,1 | 1 052,3 | 1 088,7 |
| Kapitał akcyjny | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 | 67,0 |
| Kapitał zapasowy | -5,9 | -9,4 | 4,4 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 |
| Zysk z lat ubiegłych | 658,2 | 677,9 | 748,5 | 783,8 | 822,1 | 860,3 | 891,8 | 920,4 | 950,0 | 981,1 |
| Udziały mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 206,6 | 207,3 | 139,9 | 142,5 | 142,5 | 142,5 | 142,5 | 142,5 | 142,5 | 142,5 |
| Dług | 145,7 | 147,9 | 81,7 | 81,7 | 81,7 | 81,7 | 81,7 | 81,7 | 81,7 | 81,7 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 398,9 | 392,9 | 333,0 | 326,3 | 327,4 | 330,2 | 333,1 | 336,1 | 339,1 | 342,9 |
| Zobowiązania handlowe | 142,2 | 106,4 | 111,0 | 114,0 | 115,1 | 117,9 | 120,9 | 123,8 | 126,9 | 130,7 |
| Dług | 232,5 | 273,9 | 222,0 | 212,3 | 212,3 | 212,3 | 212,3 | 212,3 | 212,3 | 212,3 |
| Rezerwy na zobowiązania | 1,8 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Pozostałe | 61,6 | 49,5 | 14,3 | 14,7 | 14,8 | 15,1 | 15,5 | 15,9 | 16,2 | 16,7 |
| Dług | 378,2 | 421,8 | 303,7 | 294,0 | 294,0 | 294,0 | 294,0 | 294,0 | 294,0 | 294,0 |
| Dług netto | 361,4 | 375,7 | 195,5 | 231,3 | 203,4 | 177,4 | 155,9 | 135,0 | 119,7 | 100,4 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | 51,0% | 52,6% | 24,4% | 26,6% | 22,3% | 18,7% | 15,8% | 13,3% | 11,4% | 9,2% |
| (Dług netto / EBITDA) | 1,9 | 2,0 | 1,0 | 1,3 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| BVPS | 76,8 | 77,5 | 86,8 | 94,4 | 98,7 | 103,1 | 106,8 | 110,4 | 114,1 | 118,0 |



Przepływy pieniężne

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P |
|---|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Przepływy operacyjne | 137,9 | 161,7 | 223,9 | 129,7 | 153,8 | 161,9 | 168,3 | 173,1 | 169,4 | 175,2 |
| Zysk netto | 98,0 | 61,2 | 70,6 | 72,2 | 78,0 | 88,9 | 93,7 | 97,1 | 100,4 | 104,4 |
| Amortyzacja | 52,2 | 61,7 | 64,1 | 67,8 | 70,6 | 73,5 | 76,3 | 79,2 | 73,3 | 76,2 |
| Kapitał obrotowy | -40,4 | 19,1 | 48,7 | -22,3 | -8,2 | -12,9 | -13,4 | -14,0 | -14,6 | -15,1 |
| Pozostałe | 28,2 | 19,7 | 40,5 | 11,9 | 13,4 | 12,4 | 11,6 | 10,9 | 10,2 | 9,6 |
| Przepływy inwestycyjne | -177,55 | -81,28 | -50,21 | -115,40 | -73,00 | -73,04 | -73,07 | -73,11 | -73,15 | -73,18 |
| CAPEX | -1,95 | 3,30 | -29,83 | -115,40 | -73,00 | -73,04 | -73,07 | -73,11 | -73,15 | -73,18 |
| Inwestycje kapitałowe | -173,73 | -80,51 | 7,72 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Przepływy finansowe | 27,1 | -44,4 | -111,6 | -59,8 | -52,9 | -63,0 | -73,7 | -79,1 | -80,9 | -82,8 |
| Dług | 110,9 | 91,6 | -118,1 | -9,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidendy/buy-back | -36,9 | -41,5 | 0,0 | -36,9 | -39,7 | -50,7 | -62,2 | -68,4 | -70,8 | -73,3 |
| Pozostałe | -46,9 | -94,5 | 6,4 | -13,1 | -13,2 | -12,3 | -11,4 | -10,7 | -10,0 | -9,4 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | -18,9 | 29,5 | 62,1 | -45,5 | 27,9 | 25,9 | 21,5 | 20,9 | 15,4 | 19,2 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 16,8 | 46,1 | 108,2 | 62,7 | 90,6 | 116,6 | 138,1 | 159,0 | 174,3 | 193,6 |
| DPS (PLN) | 4,5 | 4,5 | 0,0 | 4,0 | 4,3 | 5,5 | 6,7 | 7,4 | 7,7 | 7,9 |
| FCF | 124,1 | 186,7 | 186,7 | 16,8 | 80,8 | 88,9 | 95,2 | 100,0 | 96,2 | 102,0 |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży) | -0,2% | 0,3% | -2,7% | -10,2% | -6,4% | -6,2% | -6,1% | -5,9% | -5,8% | -5,6% |

Wskaźniki rynkowe

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| P/E | 9,7 | 15,5 | 13,5 | 13,2 | 12,2 | 10,7 | 10,1 | 9,8 | 9,5 | 9,1 |
| P/CE | 6,3 | 7,7 | 7,1 | 6,8 | 6,4 | 5,9 | 5,6 | 5,4 | 5,5 | 5,3 |
| P/BV | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| P/S | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 |
| FCF/EV | 9,5% | 14,1% | 16,3% | 1,4% | 7,0% | 7,9% | 8,6% | 9,2% | 9,0% | 9,7% |
| EV/EBITDA | 6,8 | 7,0 | 6,1 | 6,9 | 6,4 | 5,8 | 5,4 | 5,2 | 5,2 | 4,9 |
| EV/EBIT | 9,3 | 10,5 | 9,2 | 11,4 | 10,5 | 9,2 | 8,7 | 8,3 | 8,0 | 7,6 |
| EV/S | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 |
| Dywid | 4,4% | 4,4% | 0,0% | 3,9% | 4,2% | 5,3% | 6,5% | 7,2% | 7,5% | 7,7% |
| Cena (PLN) | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 | 103,00 |
| Liczba akcji na koniec okresu (mln) | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 |
| MC (mln PLN) | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 | 950,2 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EV (mln PLN) | 1 311,7 | 1 325,9 | 1 145,8 | 1 181,5 | 1 153,6 | 1 127,7 | 1 106,2 | 1 085,3 | 1 069,9 | 1 050,7 |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Grupy Kęty

| | |
|---------------------------------|------------|
| Rekomendacja | Trzymaj |
| data wydania | 2010-02-24 |
| kurs z dnia rekomendacji | 115,00 |
| WIG w dniu rekomendacji | 38533,89 |